

## “Odissea Estiva”

A dicembre a Parigi si terrà una conferenza sui cambiamenti climatici nel corso della quale verrà siglato l'accordo sulle misure da adottare, che le Nazioni Unite stanno attualmente negoziando e che verrà implementato nel 2020. Secondo il più recente rapporto degli scienziati sul clima redatto dall'autorevole IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change*), i cambiamenti climatici sono già in corso e possono diventare irreversibili senza la riduzione delle emissioni di gas serra, causati principalmente dalla combustione di carboni fossili e dalla deforestazione.

E quest'anno l'inizio dell'estate ha già fatto segnare temperature elevate se non torride. Si preannuncia una stagione estiva difficile e non solo per il clima.

A giugno la questione greca, per quanto ampiamente dibattuta, diventava più acuta e lasciava intravedere l'evoluzione di scenari ipotizzati ma indesiderati. Ad essa si aggiungeva la marcata correzione del mercato azionario cinese domestico che, dopo una performance di circa 150% negli ultimi dodici mesi, correggeva di oltre il 30% dai massimi toccati lo scorso 12 giugno (dati al 22 luglio).

Gli investitori riscoprivano la spada di Damocle del problema greco da un lato e la “bolla cinese” dall'altro, entrambi con un comune denominatore: l'aumento del debito.

Lo scorso 12 luglio nel programma della BBC *“More or less”* Tim Harford, giornalista-economista del Financial Times, ha offerto una lettura interessante delle vicende greche, tentando di sfatare alcuni luoghi comuni sul Paese. Harford accompagna l'ascoltatore in un viaggio nella mitologia greca, usando il poema dell'Odissea per interpretare gli eventi contemporanei e la crisi del debito. Il risultato è stupefacente, soprattutto nella capacità di spiegare, attraverso le avventure di Ulisse, il comportamento dei greci di oggi.

La vicenda del cavallo di Troia, ad esempio, viene usata per spiegare cosa successe alla fine degli anni novanta, quando la Grecia decise di aderire alla moneta unica europea e, per farlo, dovette provare agli altri membri di avere una serie di parametri in regola. Durante la guerra di Troia fu Ulisse ad escogitare lo stratagemma del cavallo per varcare le mura delle città; nella Grecia del XX secolo furono le banche di investimento che riuscirono ad ideare una struttura finanziaria che permise di alleggerire il peso del debito del Paese, spostandone una parte *“off the*

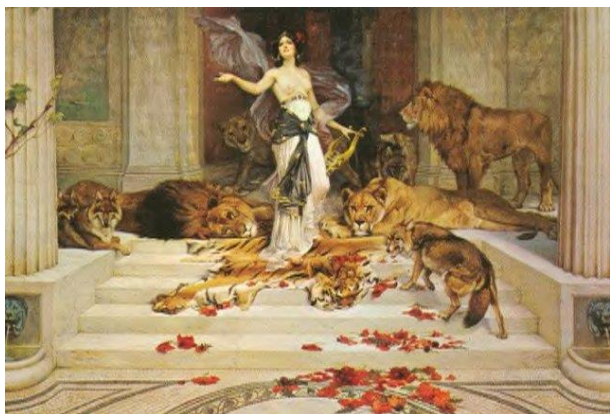


1 - Giandomenico Tiepolo (1727-1804), Cavallo di Troia, the National Gallery London/Corbis

*book”*, e lo stesso Governo che mostrò un quadro economico e finanziario migliore di quanto non fosse nella realtà. La verità emerse solo nel 2009, quando l'allora primo ministro Papandreu rivelò che il disavanzo di bilancio non era 3,7% bensì quattro volte tanto, e tale da rendere insostenibile il livello del debito greco. Il mito veniva infranto: il moderno cavallo di Troia non aveva funzionato, ma anche chi doveva controllare i conti della Grecia, sia enti pubblici sia privati, non l'aveva fatto con la massima accuratezza.

Nel suo viaggio di ritorno dalla guerra di Troia, Ulisse sbarcò nella terra dei Ciclopi e qui venne catturato, con i suoi uomini, dal gigante Polifemo. Per sfuggirgli e salvare la vita dei suoi uomini, Ulisse escogitò uno stratagemma: accecò Polifemo e il giorno successivo abbandonò la grotta in cui erano stati tenuti prigionieri, aggrappandosi al vello del ventre delle pecore e sottraendosi così ai controlli del ciclope. Harford usa questo racconto dell'Odissea come metafora per indicare che, probabilmente, l'entrata della Grecia nell'euro avvenne con controlli così sommari che, come Polifemo non si accorse che gli uomini di Ulisse usarono le pecore per nascondersi e salvarsi, il mercato finanziario vide nella divisa europea il “vello” che rendeva tutti i paesi simili tra loro ed in quanto tali li trattava di conseguenza. Tutti governi nazionali, chi più credibile chi meno, vennero considerati praticamente alla stessa stregua dal mercato obbligazionario, perché appartenenti alla zona euro, senza tener conto delle specificità dei singoli e del loro livello di debito, almeno sino al 2009.

Ulisse, nel suo lungo viaggio verso Itaca, giunse poi all'isola di Eea, dove quasi tutti i suoi uomini entrarono in un palazzo e vennero accolti dalla maga Circe che, dopo



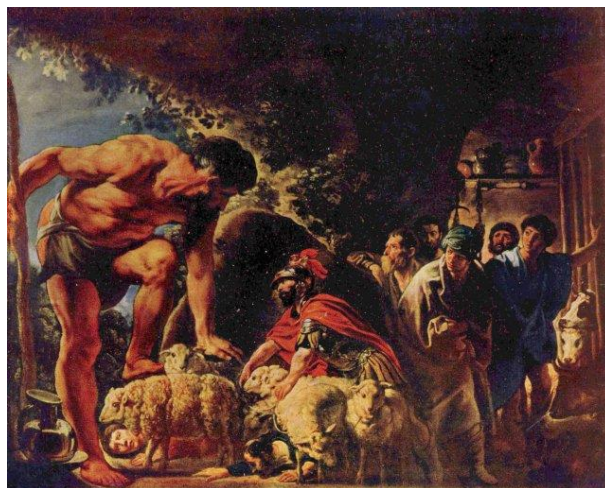
2 - Circe by Wright Barker (1889)

averli rifocillati, li trasformò in porci. Qui il gioco di parole aiuta a creare un'analogia tra gli accoliti di Ulisse che dimenticarono il loro ruolo, ammalati dalla maga ed i Paesi PIGS che allettati dal basso costo del denaro lo avevano impiegato non sempre con i dovuti accorgimenti: in Irlanda, infatti, si è formata una bolla immobiliare ed in Grecia il Governo ha generato un grande disavanzo pubblico.

In Grecia, negli ultimi cinque anni, nonostante alcuni miglioramenti dei conti pubblici, il peso del debito sul PIL è esploso, attestandosi oltre il 180%. Anche con il nuovo pacchetto di aiuti e nonostante il piano di riforme che dovrebbe conoscere un'accelerazione, il problema del debito rimane e richiederebbe di essere affrontato con maggior realismo.

Per mutuare sulla Cina le metafore usate da Tim Harford, le misure del Governo a sostegno dell'economia e anche del mercato azionario hanno rappresentato il Cavallo di Troia. A partire dal 12 giugno 2014 nei dodici mesi successivi il mercato dei titoli "A" di Shanghai è salito del 152% e quello di Shenzhen del 195%. La correzione dei corsi è iniziata dalla seconda metà di giugno, sollevando non poche domande sull'impatto che questo potrebbe avere per un'economia già in rallentamento. La flessione del mercato è arrivata dopo un lungo periodo rialzista che aveva fatto gonfiare le valutazioni e lasciato spazio a fenomeni speculativi, costringendo così il regolatore ad intervenire. Durante la forte salita dei mercati azionari, c'erano 175 milioni di conti aperti dedicati, che devono essere ridotti della metà (i titoli "A" sono listati sia alla borsa di Shanghai sia a quella di Shenzhen ed è obbligo aprire un conto per ciascuna piazza). Dei rimanenti 90 milioni circa, solo 29 milioni sono classificati come attivi. Il numero è sicuramente importante ma, quando si parla di Cina bisogna sempre ricordarsi che si parla di una nazione con oltre 1,2 miliardi di abitanti. Non va poi

dimenticato che il mercato cinese è guidato soprattutto da investitori individuali che generano circa l'80% del turnover giornaliero, mentre gli istituzionali ricoprono un ruolo minore e gli stranieri detengono solo il 3% del mercato. In questo contesto, c'è poi stata l'esplosione delle operazioni al margine, ovvero l'utilizzo della leva finanziaria per acquistare titoli sul mercato, una stratagemma come il vello usato per sfuggire alle grinfie di Polifemo, che ha aumentato la speculazione del mercato, varcando il limite del lecito e amplificando i movimenti rialzisti. Si calcola che l'ammontare dell'esposizione delle operazioni al margine è di circa 1,5 trilioni di Rmb, ovvero circa il 3,5% della capitalizzazione del mercato, rispetto ai 2,27 trilioni di metà giugno e pari a circa al 3% dei depositi bancari delle famiglie cinesi. Cifre importanti, ma gestibili.



3 - Jacob Jordaens, Ulisse e Polifemo, 1635, Mosca, Pushkin Museum

A frenare una caduta rovinosa dei mercati è poi intervenuto il Governo cinese, con una sventagliata di misure di notevole portata: dal taglio dei tassi sui depositi e sui prestiti, ai requisiti di riserva obbligatoria per alcune banche e alla costituzione di fondi a sostegno del mercato.

Il vero problema è valutare quale sarà l'impatto sull'economia cinese della profonda correzione del mercato. In termini di PIL, nel primo quarto del 2015, il settore finanziario ha contribuito circa 1,3 punti percentuali alla crescita del 7% del primo trimestre dell'anno, rispetto allo 0,7 del 2014 (PIL 7,4%). Se il valore aggiunto del settore finanziario dovesse rientrare nella media del primo semestre 2013-2014, l'impatto nella seconda metà dell'anno potrebbe essere stimato a 0,5.

Anche sui consumi, si può stimare che l'impatto potrebbe essere contenuto nei numeri. I depositi bancari delle

famiglie cinesi sono pari a circa 53 trilioni di Rmb e l'esposizione media al mercato azionario è intorno al 12-13% della ricchezza finanziaria, includendo gli immobili. In base ad alcuni sondaggi, sembrerebbe che gli investitori individuali cinesi, anche dopo la correzione delle scorse settimane, godano ancora di ampio margine di utile sugli investimenti in *equity*.

Il mercato azionario non ha mai avuto un ruolo importante nel finanziare l'economia reale e, nonostante gli sforzi del governo, il peso dell'*equity finance* nel 2014 è stato il 2,5% del *total social financing*, in un sistema finanziario dominato dalle banche. Ed è bene qui ricordare che, anche la nascita e crescita dello "*shadow banking system*", che terrorizza così tanto alcuni osservatori del mercato cinese, è stata voluta dallo stesso Governo, con un ruolo ancillare a quello delle banche cui viene imposta una quota sul peso degli impieghi. La vera questione è che lo sforzo da parte delle autorità di creare un canale diverso da quello bancario, per cui le aziende potessero finanziare la propria attività, ha mostrato delle lacune.

Un'economia in rallentamento, con una cattiva allocazione del capitale e un debito corporate in aumento, ha indotto le autorità cinesi a creare un sistema finanziario più orientato al mercato, all'interno della quale i vari attori ricoprono il ruolo che gli compete in base alle dinamiche del mercato stesso. La spinta che il Governo ha dato al mercato *equity* va vista anche in questa prospettiva, non dimenticando ovviamente che un aumento del valore degli *asset*, in un contesto di bassi tassi di interesse, avrebbe aiutato anche le *State Owned Enterprise* a gestire la propria posizione debitoria.

Ma Pechino non ha sostenuto solo il mercato azionario. Gli scorsi mesi era intervenuta a sostegno dei governi locali con operazioni che permettevano di convertire il debito in scadenza in titoli con tassi più bassi. La *People Bank of China*, oltre a tagliare i tassi, aveva creato una struttura, la "*Pledge Supplementary Lending*", per elargire fondi a medio termine a banche selezionate al fine di fornire liquidità a settori specifici dell'economia. Ovvero, gli sforzi a sostegno dell'economia all'interno di un cammino di riforme ci sono stati, ma è necessario ancora del tempo perché il sistema possa funzionare. Quanto avvenuto sul mercato azionario può far nascere dei dubbi sulla credibilità delle classe politica, visto che il sostegno del Governo nei confronti del mercato azionario si è trasformato in un movimento speculativo, che lo stesso poi ha dovuto contrastare.

L'incontro con la maga Circe, nel racconto di quello che è avvenuto in Cina, non c'è stato perché, anche se ha

peccato di prevenzione, l'intervento del Governo è stato poderoso e tempestivo, per evitare danni maggiori causati dalla bolla speculativa.



4 - Attacco dei Lestrigioni a Ulisse, scene dell'Odissea dagli affreschi della casa di via Graziosa, Roma (I secolo a.C.)

Ora le autorità hanno generato, con le diverse misure approvate, una vera e propria "*Li-Xi put*" sul mercato, ma questo non basta se non a contenere l'eventuale rischio al ribasso del mercato (che peraltro ha visto sensibilmente ridimensionate le sue valutazioni, soprattutto per i titoli quotati sulla borsa di Hong Kong). Se si vuole che il mercato abbia un ruolo più importante nel determinare gli indirizzi dell'economia, è importante allora che gli interventi siano il più contenuti possibili.

La riforma dei mercati finanziari, in Cina, è un lungo processo che deve continuare soprattutto per migliorare l'allocazione del capitale in un'economia il cui valore è generato, per l'80% da imprese private. Il Paese, inoltre, si trova a dover deve affrontare un lungo e faticoso processo di *deleveraging*, soprattutto dopo una crescita esplosiva della credito (c.a. il 240% del PIL). Dal 2009 il debito totale del Paese è andato aumentando, toccando il 280% del PIL, con una forte accelerazione della componente corporate privata. Il Governo ne è consapevole ed è per questo motivo che, avendo ampie risorse, finanziarie e non, a disposizione, è determinato a guidare il Paese in questa delicata fase di transizione. Il programma di riforme rimane invariato, anche se la difficoltà del percorso potrebbe rimandarne il reale e pieno compimento un po' più in là nel tempo.

Il mese di luglio sarà probabilmente ricordato, in Italia, come il più caldo della storia. Per la Grecia e per l'Europa un punto di non ritorno, con degli impegni futuri che

costituiranno delle continue verifiche della validità di un modello di co-esistenza. Per la Cina sarà uno dei tanti passaggi complessi della fase di transizione ad un modello di crescita più sostenibile.

Alcune fonti accreditate ritengono possibile che l'incontro sul clima che si terrà a fine anno a Parigi non sarà un fallimento. Il documento per la lotta al surriscaldamento globale sembrerebbe contenere, nella sua bozza iniziale (rif: Financial Times 20 luglio), l'impegno di tutti i Paesi aderenti ad adottare misure volontarie per fermare, dal 2020, un innalzamento delle temperature oltre i due gradi centigradi. L'auspicio è che, anche in questo caso, ci sia uno sforzo comune.



5 - Penelope e i pretendenti (Penelope and the Suitors), John William Waterhouse 1912

Aletti Gestielle SGR

Milano, 1 agosto 2015

**Disclaimer**

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA. - Via Tortona 35, Milano.